

东方精工 (002611)

## 中高端瓦楞纸箱印刷设备龙头

## ——新股询价定价报告

|                                                                                   |                  |                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------|-------------------------|
|  | 吕娟               | 王帆 (参见尾页说明)             |
|  | 021-38676139     | 021-38674747            |
|  | lvjuan@gtjas.com | wangfan009494@gtjas.com |
| 编号                                                                                | S0880511010047   | S0880511040001          |

## 本报告导读:

公司是中高端瓦楞纸箱印刷设备整体解决方案提供商,受益节能环保、人工替代、产品升级、存量更新、进口替代和海外市场拓展,未来将保持较快增长。

## 投资要点:

- **公司简介:** 控股股东和实际控制人为唐灼林兄弟,目前主要从事瓦楞纸箱多色印刷成套设备的研发、设计、生产、销售及服务,是国内中高端龙头企业。未来,产品将新增固定式瓦楞纸箱设备、瓦楞纸板生产线、瓦楞纸板粘箱设备等。
- **瓦楞纸箱印刷设备行业成长性分析:** 瓦楞纸箱是一种绿色包装、经济包装,未来使用范围将越来越广。预计 2016 年我国瓦楞纸箱印刷设备将达到 74 亿元规模,未来 6 年行业总体年均复合增长率将达到 12%。其中,受益升级需求,至 2016 年中、高端瓦楞纸箱印刷设备占比将达到 60%,未来 6 年中、高端瓦楞纸箱印刷设备平均复合增长率将达到 26%。
- **公司成长性分析:** 公司产品定位中高端,受益产品升级和人工替代;同时性价比高,价格相当于国外产品的一半,有进口替代和出口空间。预计在产能瓶颈逐步突破的情况下,公司成长性将高于中、高端瓦楞纸箱印刷设备行业的成长性,即未来 6 年年均复合增长率高于 26%。
- **行业竞争格局与公司地位:** 我国瓦楞纸箱印刷机械行业起步晚,发展时间较短,行业集中度低,大多数厂商以低端设备为主,单价能达到 500 万的中高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备供应商只有 5、6 家左右,包括公司。作为国内中高端龙头,公司 2010 年市场占有率为 4.59%。
- **竞争优势:** 自主研发和持续创新、产品节能环保、性价比高等优势。
- **募投项目分析:** 募投资金主要用于瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备产能扩建项目,建设期两年,达产后产能将从 100 台增加至 330 台,新增收入 5.98 亿元,新增净利润 1.02 亿元。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2011~2013 年公司 EPS 分别为 0.53、0.81 和 1.07 元。根据整个市场、可比公司估值情况,以及公司自身的发展状况,建议询价区间 11.7~13.3 元,相当于 2011 年 22~25 倍 PE,预计上市首日价格区间在 14.8~17.0 元,对应 2011 年 28~32 倍 PE。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 206   | 272   | 377   | 524   | 730   |
| (+/-)%      | 5.2%  | 32.0% | 38.6% | 39.0% | 39.3% |
| 经营利润 (EBIT) | 40    | 51    | 83    | 119   | 160   |
| (+/-)%      | 27.5% | 29.5% | 61.7% | 43.5% | 34.8% |
| 净利润         | 33    | 43    | 72    | 110   | 145   |
| (+/-)%      | 26.7% | 28.6% | 68.4% | 52.7% | 31.5% |
| 每股净收益 (元)   | 0.24  | 0.32  | 0.53  | 0.81  | 1.07  |
| 每股股利 (元)    | -     | -     | -     | -     | -     |

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 建议询价区间

11.70-13.30

## 上市首日定价区间

14.80-17.00

2011.08.15

## 发行上市资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 发行前总股本 (万股) | 10,200     |
| 本次拟发行量 (万股) | 3,400      |
| 发行日期        | 2011.08.16 |
| 发行方式        | 网下询价,上网定价  |
| 保荐机构        | 中信建投       |
| 预计上市日期      | 尽快         |

## 发行前财务数据

|            |       |
|------------|-------|
| 每股净资产 (元)  | 1.74  |
| 净资产收益率 (%) | 19.2% |
| 资产负债率 (%)  | 41.6% |

## 主要股东和持股比例 (发行前)

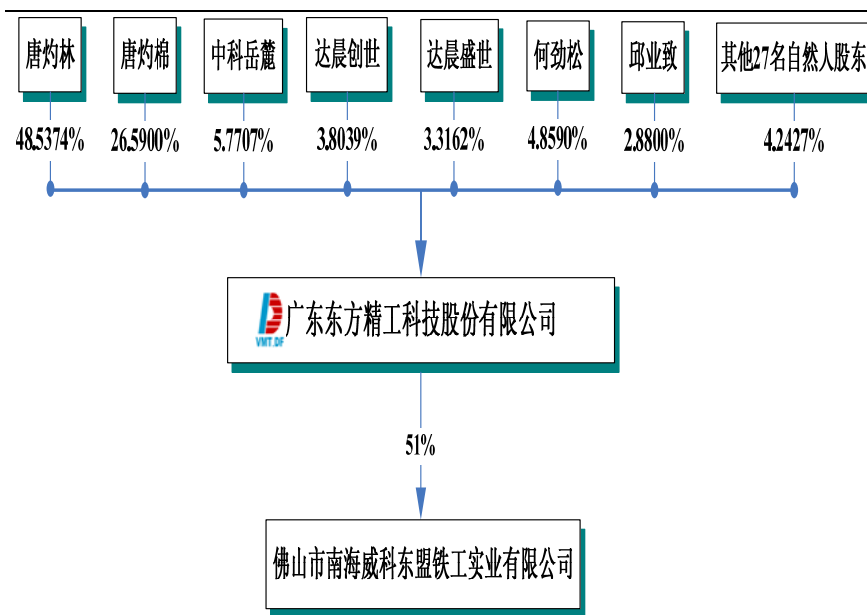
|                        |        |
|------------------------|--------|
| 唐灼林                    | 48.54% |
| 唐灼棉                    | 26.59% |
| 湖南中科岳麓创业投资有限公司         | 5.77%  |
| 何劲松                    | 4.86%  |
| 天津达晨创世股权投资基金合伙企业(有限合伙) | 3.80%  |
| 天津达晨盛世股权投资基金合伙企业(有限合伙) | 3.32%  |
| 邱业致                    | 2.88%  |
| 刘武才                    | 0.97%  |
| 其他自然人股东                | 0.95%  |
| 徐震                     | 0.90%  |

## 1. 公司基本情况

### 1.1. 简介

公司 1996 年成立于佛山，是瓦楞纸箱多色印刷成套设备国内龙头企业，产品定位中高端。公司控股股东、实际控制人为唐灼林先生、唐灼棉两兄弟。本次发行前，两人共持有公司 75.13% 的股份。唐灼林先生现任公司董事长，唐灼棉先生现任公司副董事长。

图 1：发行前股权结构



数据来源：招股书，国泰君安证券研究

### 1.2. 现有业务及未来将推出的新产品

公司瓦楞纸箱多色印刷成套设备主要有亚太之星系列 (APSTAR) 和拓来宝系列 (TOPRA) 两个系列。其中，亚太之星系列面向欧美等发达国家市场，采用下印式设计；拓来宝系列面向包括中国在内的发展中市场，采用上印式设计。

图 2：亚太之星系列产品之一



图 3：拓来宝系列产品之一

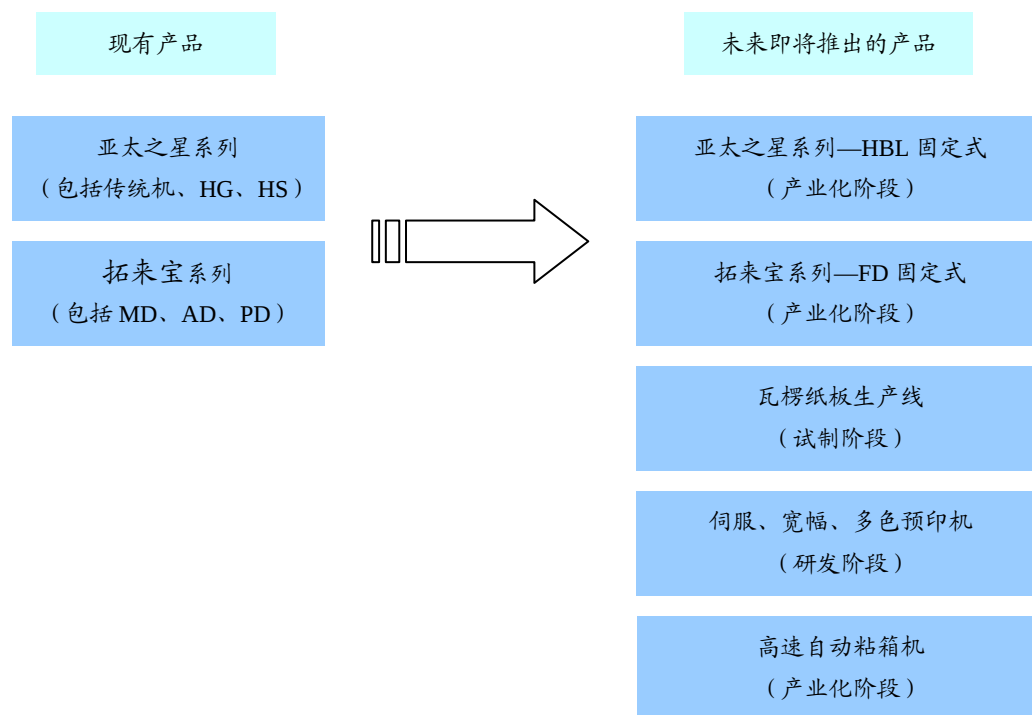


数据来源：招股书，国泰君安证券研究

除了现有业务外，未来公司还将推出：（1）固定式设计成套设备——即

亚太之星 HBL 和拓来宝 FD，能够实现不停机更换印版，具有运行更加安全、节能优势更加显著、印刷品质更好的优势。(2) 宽幅、高速、自动、智能型瓦楞纸板生产线，能够替代大部分粗糙、笨重又大量耗费木材资源的木箱包装，具有环保节能、降低运输及包装成本的优势。(3) 伺服、宽幅、多色预印机，可以替代部分彩印纸箱，具有降低食品饮料等快速消费品包装成本、更加环保的优势。(4) 高速、全自动粘箱机，具有大大节省人工成本的优势。

图 4：公司现有业务及未来将推出的新产品



数据来源：招股书，国泰君安证券研究

### 1.3. 主营业务分析

公司自成立以来，专注于瓦楞纸设备生产，保持了较快增长。2010 年公司营业收入、归属母公司净利润分别为 272.04、42.84 百万元，同比分别增长 31.97%、28.63%，毛利率和净利率水平分别为 33.17%、15.75%。

图 5：公司总体收入规模及其增长

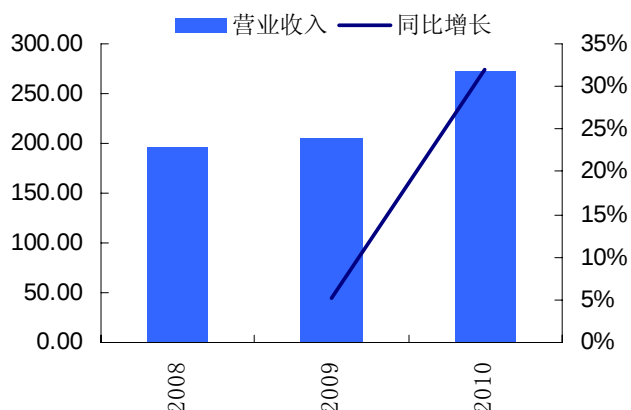
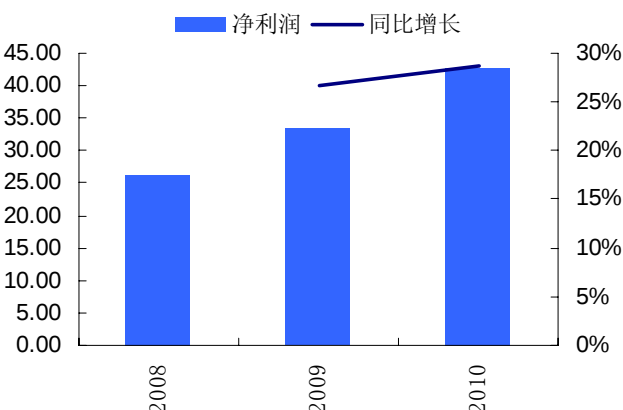
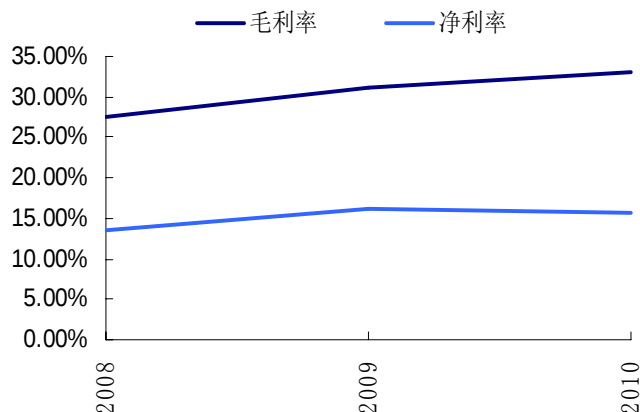


图 6：公司总体净利润及其增长



数据来源：招股书，国泰君安证券研究

图 7: 公司总体毛利率和净利率水平



数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

图 8: 主营业务分产品构成

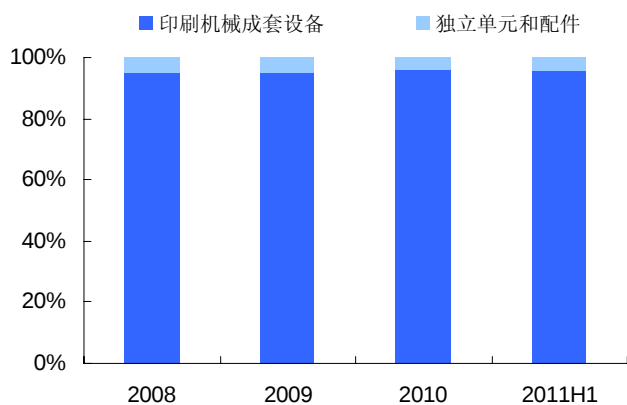
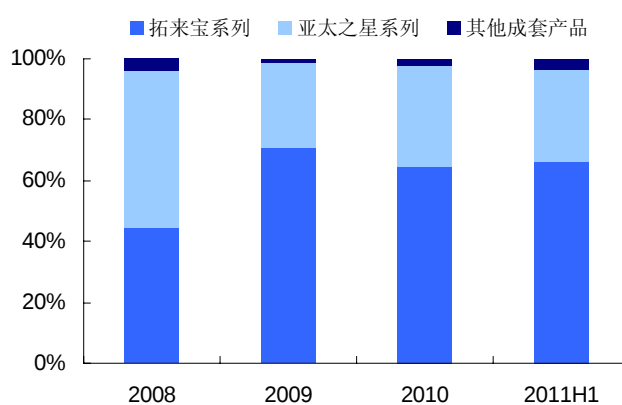


图 9: 印刷机械成套设备中细分产品收入占比

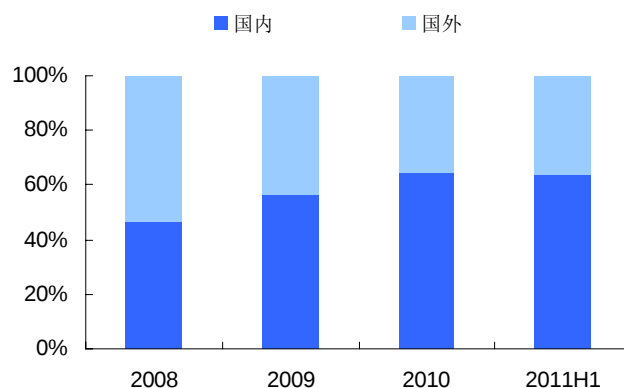


数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

#### 1.4. 客户分析

公司现有亚太之星系列和拓来宝系列技术水平已经是国际领先或者国内领先, 国际前十大纸箱包装集团中的爱生雅 (SCA)、国际纸业 (IP)、曼迪 (Mondi), 国内大型纸箱企业如合兴包装、正隆纸业等, 都是公司的客户, 蒙牛、伊利、美的、青岛啤酒、索尼等多个国内外知名品牌都是公司的终端用户。公司过去三年一期收入 40% 左右来自海外, 出口地区包括亚洲、欧洲、美洲等。国内收入来自华东地区占比最高。

图 10: 国内外销售收入占比



数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

图 11: 国内收入分地区占比

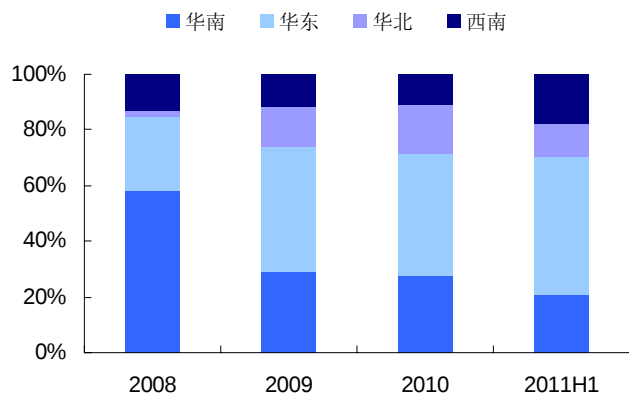
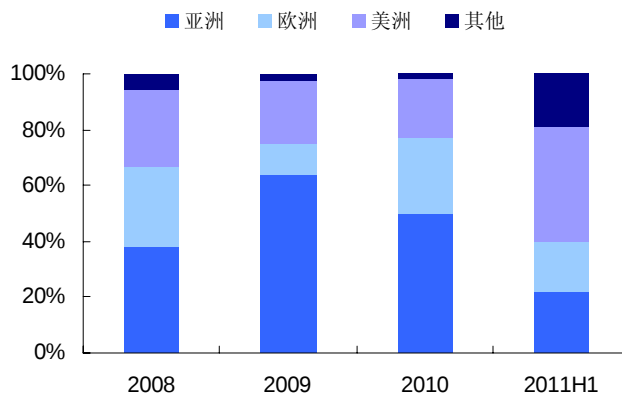


图 12: 国外收入分地区占比



数据来源: 招股书、国泰君安证券研究

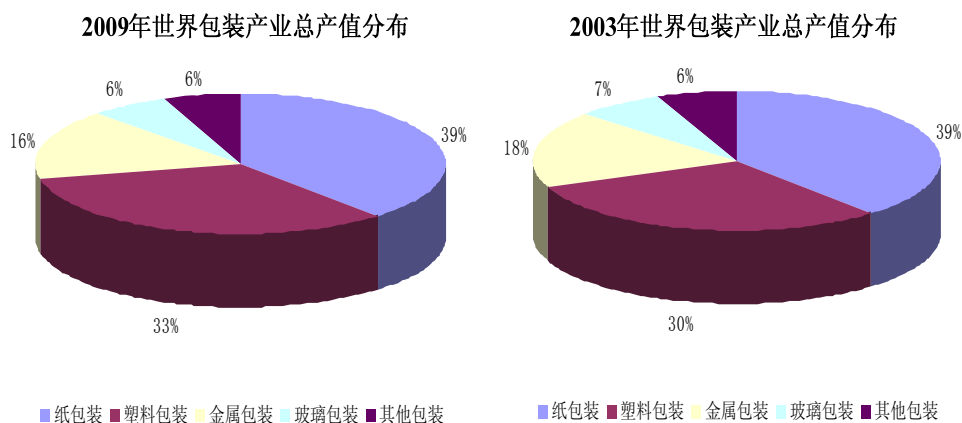
## 2. 瓦楞纸箱行业成长性分析

### 2.1. 全球包装产业处于发展期

全球包装产业规模正稳步增长, 2003 年世界包装产业总规模为 4,272 亿美元, 2009 年增至 5,638 亿美元, 年均复合增长率 4.73%, 预计到 2012 年, 全球包装机械市场规模有望达到 398 亿美元。

包装产业中, 纸包装占总产值的比重在各类包装产品中居第一位, 2009 年纸包装总产值占比为 39%, 高出排名第二的塑料包装 6 个百分点。

图 13: 世界包装产业总产值构成

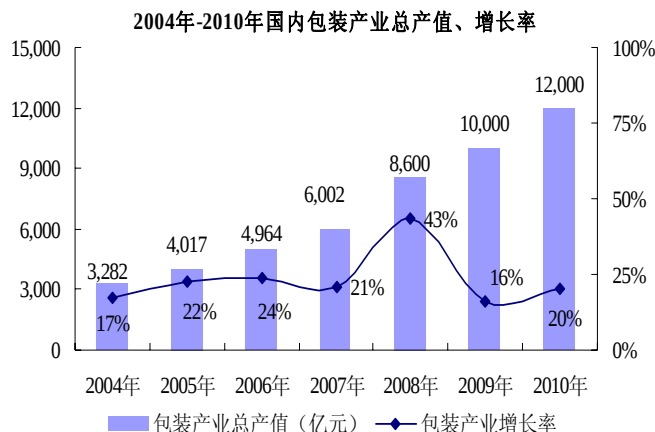


数据来源: 招股书、国际包装组织、国泰君安证券研究

### 2.2. 我国包装产业增速高于全球水平, 将成为世界第一

改革开放三十多年来, 我国包装产业总产值以年均 18% 以上的速度递增, 尤其是 2004 年至 2009 年, 国内包装工业总产值复合增长率达到 24.96%。据估计, 2010 年中国包装产业总产值有可能突破 1.2 万亿元, 成为世界第一的包装大国。

图 14: 我国包装产业总产值及其增长

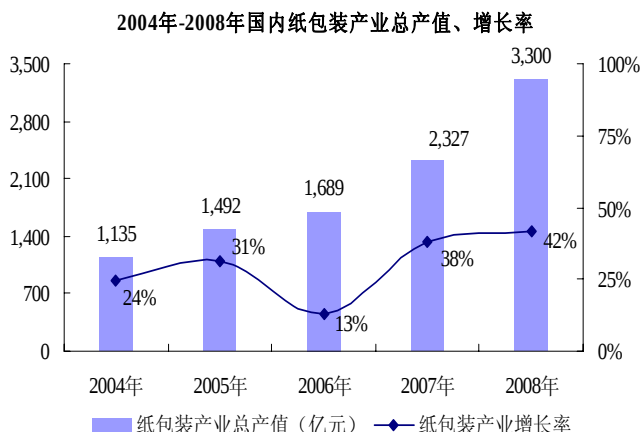


数据来源：食品工业网、中国传动网等公开报道

### 2.3. 受益低碳环保，我国纸包装产业增速高于包装产业整体

受益于“低碳经济”、“消费包装”、“绿色包装”观念的盛行及环保压力不断增强、新包装法规的出台，“纸代塑”、“纸代木”将是未来包装产业的发展趋势。2004年至2008年，国内纸包装产品总产值复合增长率为30.58%，增长速度高于包装产业总产值，继续保持了快速增长势头。

图 15: 我国纸包装产业总产值及其增长



数据来源：招股书、食品工业网、中国传动网等公开报道、国泰君安证券

### 2.4. 绿色、经济推动瓦楞纸箱成为包装产业发展方向

瓦楞纸箱作为最主要的纸包装产品，与金属、塑料、玻璃、木材包装产品相比，具有绿色和经济的特点，预计未来需求将更加旺盛，使用范围越来越广，是包装产业的发展方向。

表 1: 瓦楞纸箱的绿色、经济特点

| 项目 | 绿色包装              | 经济包装       |
|----|-------------------|------------|
| 优点 | 印刷时全部采用无毒易分解的环保水墨 | 成本低        |
|    | 废弃物少              | 原材料来源广泛    |
|    | 易于自行分解            | 便于物流搬运     |
|    | 可再回收利用            | 具备良好的物理机械性 |

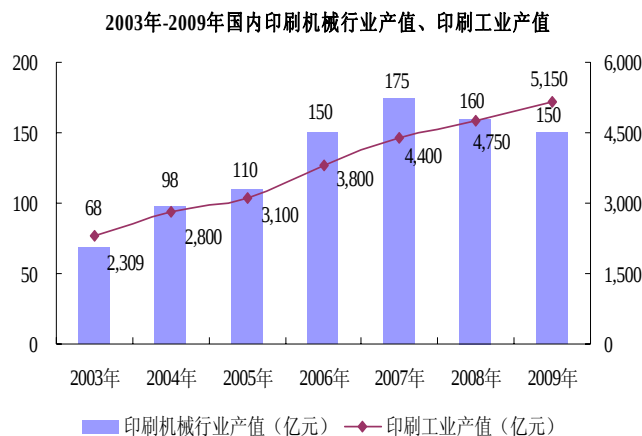
数据来源：招股书、国泰君安证券

### 3. 瓦楞纸箱印刷设备行业与公司成长性分析

#### 3.1. 印刷机械行业发展迅速

全球印刷行业产值超过 6,000 亿美元，巨大的印刷市场催生了庞大的印刷机械市场，2006 年全球印刷机械行业产值已达 230 亿美元。我国印刷机械行业 2008 和 2009 年受到金融危机影响，出现回落，不过据协会统计，2010 年印刷机械行业产值较 2009 年提高 19.74%，显现回暖迹象。

图 16: 我国印刷机械行业产值情况



数据来源：招股书、中国印刷及设备器材工业协会印刷机械分会、中国印刷及设备器材工业协会、国泰君安证券

根据应用领域，可以主要分为塑料薄膜印刷机、小型纸盒印刷机、胶印机、瓦楞纸箱印刷机。由于功能和应用领域不同，相互间替代性小。

表 2: 不同应用领域的印刷机械类别、特点和代表厂商

| 序号 | 类型      | 应用领域                                                                     | 印刷特点                                                                         | 代表厂商                                 |
|----|---------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|
| 1  | 塑料薄膜印刷机 | 购物塑料袋、食品的薄膜包装、塑料内包装的印刷；印成品密封性好，不方便直接运输、仓储                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>凹版印刷技术</li> <li>使用油性墨</li> </ul>      | 意大利赛鲁迪、瑞士博斯特、松德包装、汕樟轻机等              |
| 2  | 小型纸盒印刷机 | 酒盒、牛奶盒、药盒、烟盒、牙膏盒、礼品盒、化妆品等折叠纸盒以及装饰装潢等纸制品的印刷；只适用于单张纸印刷，印成品主要用于内包装，不方便运输、仓储 | <ul style="list-style-type: none"> <li>凹版或者凸版印刷技术</li> </ul>                 | 意大利赛鲁迪、瑞士博斯特、松德包装、天津长荣、小森尚邦等         |
| 3  | 胶印机     | 报刊、书籍、杂志、礼品盒等制品的印刷；只适用于单张纸印刷，印成品主要用于广告宣传领域                               | <ul style="list-style-type: none"> <li>凸版印刷技术</li> <li>使用油性墨</li> </ul>      | 德国罗兰、德国海德堡、北人股份、上海机电等                |
| 4  | 瓦楞纸箱印刷机 | 饮料、食品、家用电器、电子产品、医药产品、轻工产品等外包装；适用于 3 层至 7 层瓦楞纸箱印刷，印成品用于外包装、运输、广告、仓储领域     | <ul style="list-style-type: none"> <li>凸版柔性印刷技术</li> <li>使用环保水性油墨</li> </ul> | 法国马田、东方精工、美国沃德、台湾长声、上海鼎龙、广州科盛隆、番禺财益等 |

数据来源：招股书、国泰君安证券

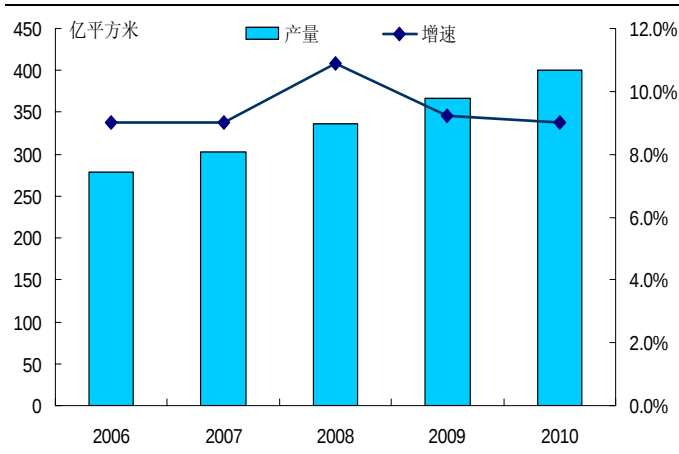
#### 3.2. 我国瓦楞纸箱印刷机械行业成长性分析

##### 3.2.1. 国内新增需求随着国民经济增长而增加

瓦楞纸箱应用的行业十分广泛，涵盖食品、饮料等快速消费品及医药、

电子、家电、轻工等众多领域。随着国民经济增长，居民对快速消费品、轻工业产品的消费量不断上升，对瓦楞纸箱的需求仍然强劲。2009 年我国瓦楞纸箱年产量约 367 亿平方米，占世界总产量的 19.3%，亚洲总产量的 30%，预计至 2013 年我国将成为世界最大的瓦楞纸箱生产国。

图 17: 国内瓦楞纸板产量及增速



数据来源：招股书、中国包装联合会纸制品包装委员会、《印刷技术》

### 3.2.2. 出口海外和进口替代市场有待进一步开发

2010 年全球瓦楞纸箱印刷设备消费额为 40 亿美元，我国占比仅 15% 左右。根据中国包装联合会的统计，到 2016 年全球瓦楞纸箱设备消费额有望达到 60 亿美元，这为我国瓦楞纸箱印刷设备生产商提供了广阔的市场空间。除了出口海外，在高端瓦楞纸箱设备领域，我国还有一定的进口替代空间。

图 18: 全球瓦楞纸箱设备消费额

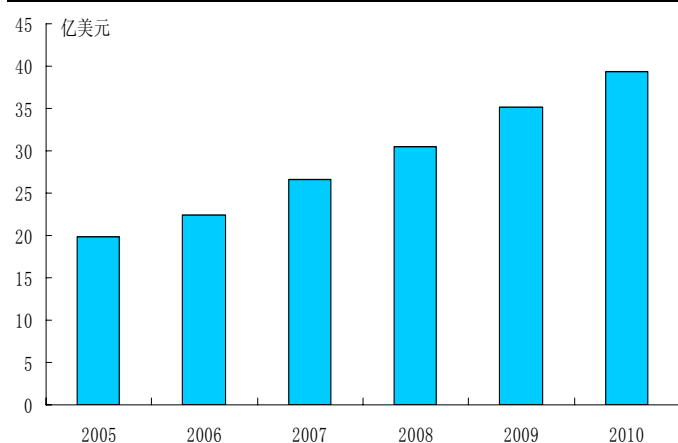
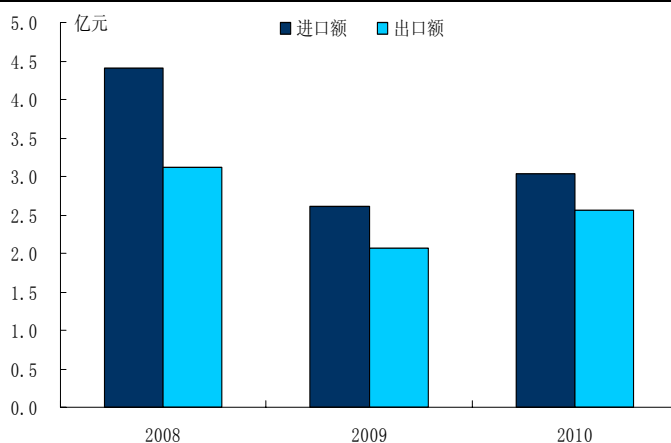


图 19: 我国瓦楞纸箱设备进出口情况



数据来源：招股书、中国包装联合会，国泰君安证券研究

### 3.2.3. 存量更新换代需求空间巨大

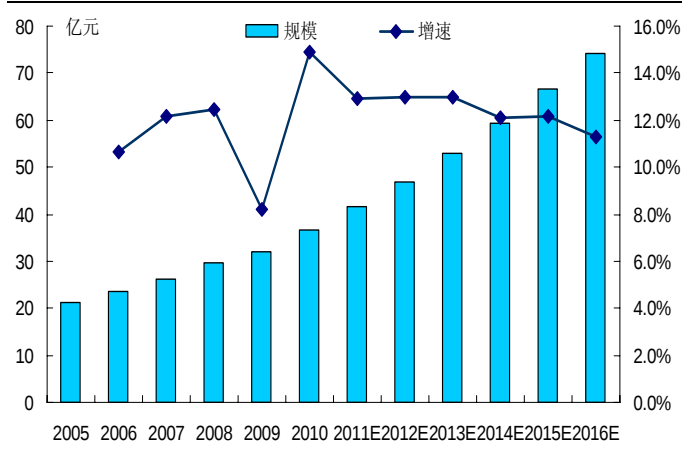
目前，国内市场的瓦楞纸箱印刷机械保有量已超过 2 万台。通常情况下，瓦楞纸箱印刷机械平均使用寿命约为 8 年，因此，仅设备更替带来的市场需求将超过 2500 台/年。

### 3.2.4. 行业总体成长性判断

上述新兴市场、海外市场、存量更新换代需求将促使国内瓦楞纸箱印刷

机械市场进入持续较快的时期。2010 年我国瓦楞纸箱印刷设备市场规模约 37 亿元，根据中国包装联合会的预测，到 2016 年行业的规模将超过 74 亿元，未来 6 年行业总体年均复合增长率将达到 12%。

图 20：我国瓦楞纸箱印刷设备需求与预测



数据来源：中国包装联合会，国泰君安证券研究

### 3.2.5. 行业中、高端产品成长性判断

在节能环保、人力成本上涨、简单包装转向消费包装的背景下，瓦楞纸箱印刷机械行业需要进行产品的升级换代，由质量低、效率低、成本高、能耗高往高质量、高效率、低成本、低能耗方向转变，由此带动国内中高端瓦楞纸箱印刷机械保持更快的增长势头。

2006 年我国中、高端瓦楞纸箱设备拥有量仅 5.3 亿元，占行业比例为 22.44%，到 2010 年这一数据即增加到 11 亿元和 30.1%，反映了我国瓦楞纸箱设备不断升级的趋势。根据中国包装联合会预计，未来这一趋势仍将延续，至 2016 年中、高端瓦楞纸箱印刷设备的占比将达到 60%，未来 6 年中、高端瓦楞纸箱印刷设备平均复合增长率将达到 26%。

图 21：瓦楞纸箱印刷机械产品升级换代的方向

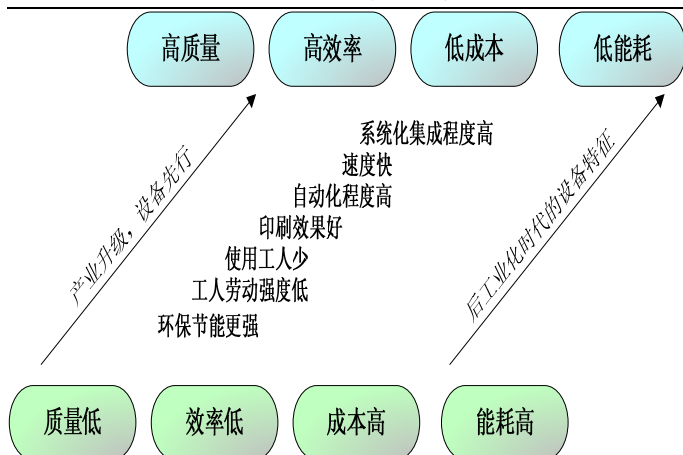
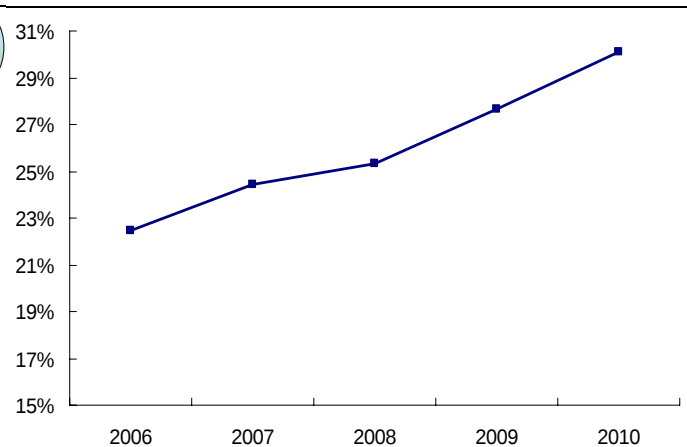


图 22：国内中高档瓦楞纸箱设备市场份额



数据来源：招股书、中国包装联合会、国泰君安证券

### 3.3. 公司成长性分析

公司产品定位中高端，受益产品升级和人工替代；同时性价比高，价格相当于国外产品的一半，有进口替代和出口空间。预计在产能瓶颈逐步

突破的情况下，公司成长性将高于中、高端瓦楞纸箱印刷设备行业的成长性，即未来 6 年年均复合增长率高于 26%。

## 4. 行业竞争格局与公司的行业地位

### 4.1. 行业竞争格局

我国瓦楞纸箱印刷机械行业起步于上世纪 80 年代，同欧美发达国家相比，发展时间较短，行业集中度低。同时，大多数厂商以低端设备为主，单价能达到 500 万的中高端瓦楞纸箱多色印刷成套设备供应商只有 5、6 家左右，包括东方精工。

目前我国瓦楞纸箱印刷机械行业基本形成了珠三角、长三角、湖北京山、河北东光、胶东、中原地区等六大基地为主的竞争格局，其中河北东光规模最大，但是产品目前以低端居多。

### 4.2. 公司的行业地位

公司作为国内领先的瓦楞纸箱多色印刷成套设备供应商，已经在行业内建立了较为明显技术、服务、品牌等优势。在国内市场，公司主要竞争对手是上海鼎龙等少数具备中高端成套设备生产实力的公司，在国际市场，公司竞争对手主要是法国 Martin、美国 WARD 公司等。

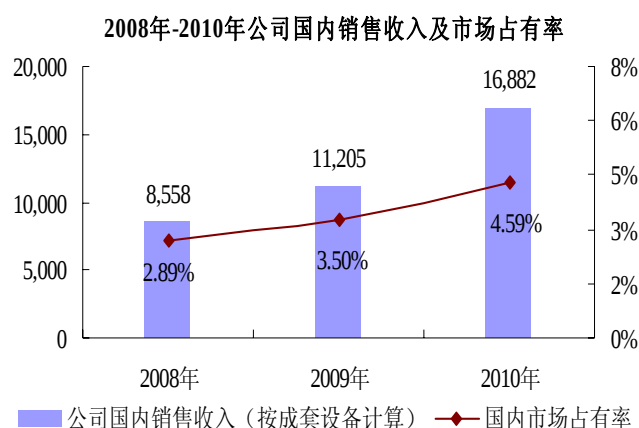
公司现有主导产品瓦楞纸箱多色印刷成套设备印刷质量好，性价比高，竞争优势明显，市场占有率由 2008 年的 2.89% 提升至 2010 年的 4.59%。

表 3: 公司在国内外市场的主要竞争对手

| 竞争区域 | 序号 | 企业名称            | 基本情况                                                               |
|------|----|-----------------|--------------------------------------------------------------------|
| 国内市场 | 1  | 上海鼎龙机械有限公司      | 主要生产瓦楞纸箱印刷开槽模切机和纸箱纸盒平压平模切机两大系列产品                                   |
|      | 2  | 广州科盛隆纸箱包装机械有限公司 | 为专业纸箱成套设备的厂家，主要生产印刷开槽模切机、圆压圆模切机、钉箱机等全套纸箱设备                         |
|      | 3  | 番禺财益机械有限公司      | 为台湾财益机械工业有限公司 1993 年在中国广东省设立生产组装基地，主要产品包括瓦楞纸箱包装机械和印刷后工序机械          |
|      | 4  | 北京多贝克包装印刷机械有限公司 | 为中法合资企业，致力于瓦楞纸箱印刷机械的设计、开发、生产及销售、服务业务                               |
|      | 5  | 上海朝昌纸箱机械制造有限公司  | 主要生产瓦楞纸箱印刷开槽模切机、堆积机、钉箱机等全套纸箱设备                                     |
| 海外市场 | 1  | 法国 Martin (马田)  | 马田公司于 1923 年在法国里昂成立，在世界范围内具有较大的市场影响力，主要生产高端瓦楞纸箱印刷机械成套设备及其他瓦楞纸箱包装机械 |
|      | 2  | 美国 WARD (沃德)    | 美国沃德公司主要生产瓦楞纸箱印刷机械，主要产品为高端成套设备                                     |
|      | 3  | 台湾长声工业股份有限公司    | 中高端瓦楞纸箱印刷机械生产企业，产品包括固定式印刷机、固定式印刷粘箱机、高纸板线机台等设备                      |
|      | 4  | 台湾添进裕机械股份有限公司   | 创立于 1959 年，是台湾最大的专业生产瓦楞纸板生产线和印刷机械的纸箱机械制造商之一                        |
|      | 5  | EMBA (瑞典恩巴公司)   | EMBA 公司总部位于瑞典，生产用于瓦楞纸箱的印刷、开槽、模切、粘箱于一体的联动生产线                        |

数据来源：招股书、中国包装联合会、国泰君安证券研究（注：排名不分先后，上述资料来源于网络报道的公开信息。）

图 23：公司市场占有率情况



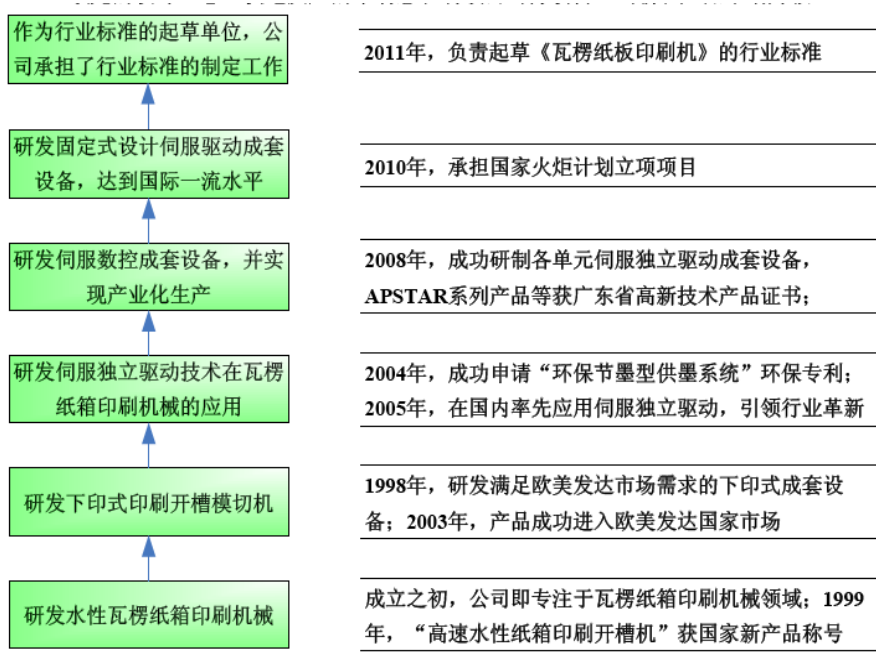
数据来源：招股书、国泰君安证券研究【国内市场占有率=国内成套设备销售收入/国内市场容量（国内市场容量数据来源：中国包装联合会纸制品包装委员会）】

## 5. 公司竞争优势分析

### 5.1. 自主研发和持续创新的优势

通过多年发展，公司已经形成了稳定的研发团队，共有研发人员 68 名，研发人员占公司员工总数的比例为 12.74%。公司研发人员在瓦楞纸箱多色印刷成套设备领域具有多年从业经验，具有雄厚的技术实力。通过自主研发、持续创新，新机型不断出现，是毛利率水平不断提升的重要原因。

图 24：公司产品不断升级



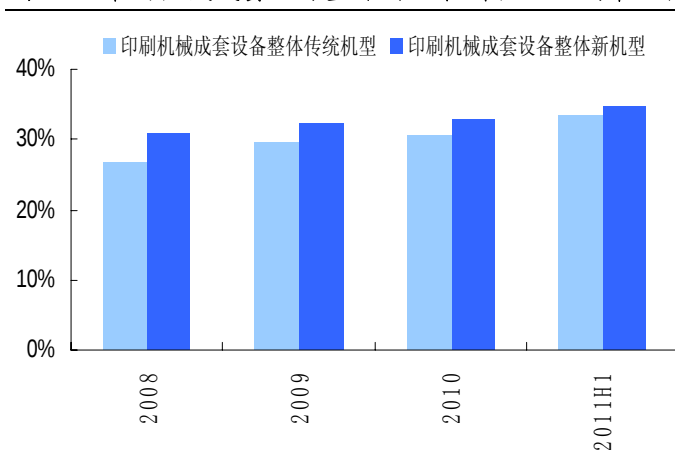
数据来源：招股书，国泰君安证券研究

表 4: 近年来公司承担的研发项目

| 项目名称                             | 组织单位   | 备注                |
|----------------------------------|--------|-------------------|
| 伺服数控全自动高速多色瓦楞纸箱印刷成套设备            | 国家科技部  | 2010 年度国家火炬计划立项项目 |
| APSTAR (下印) 伺服驱动全自动高速多色纸箱印刷开槽模切机 | 广东省科技厅 | ———               |
| 伺服驱动高速多色瓦楞纸箱柔版印刷开槽模切成套设备         | 佛山市科技局 | 2009 粤港关键领域重点突破项目 |

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

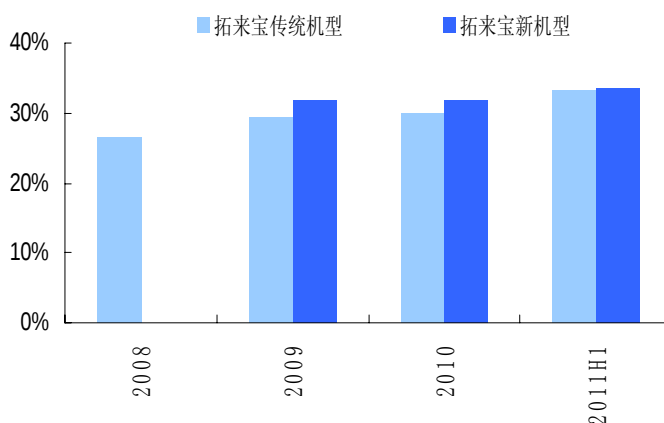
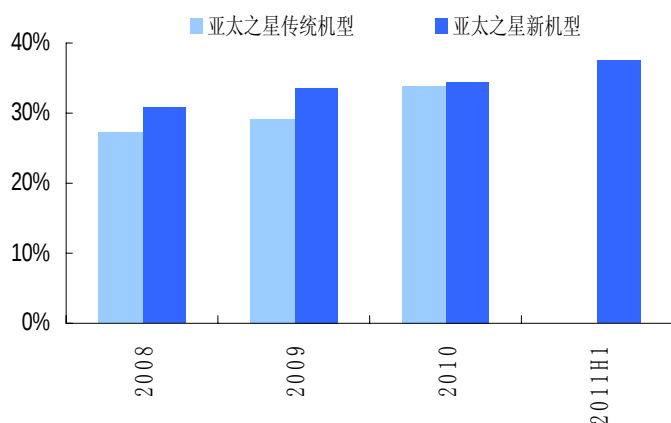
图 25: 印刷机械成套设备整体传统和新机型毛利率比较



数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

图 26: 亚太之星系列传统和新机型毛利率比较

图 27: 拓来宝系列传统和新机型毛利率比较



数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

## 5.2. 节能环保优势

通过紧密跟踪国际瓦楞纸箱多色印刷成套设备的前沿技术, 加强在环保、节能、减耗、人性化、模块化等领域的研发创新, 公司已掌握了一系列节能、环保关键技术, 形成了自主知识产权, 使得公司产品更具市场竞争力。

表 5: 公司产品节能环保技术概况

| 主要技术        | 在节能环保方面的作用                                                                                    |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 环保节墨型供墨系统   | 能够将设备内残留 90% 的水性油墨进行有效回收，测试数据显示，如果按每台瓦楞纸箱印刷设备使用四种颜色、每天更换五个订单计算，一年能够回收大约 3 吨水墨，减少 70% 的设备清洗用水  |
| 伺服数控机电一体化技术 | 减少了齿轮润滑油的使用，运行过程中的油污更少                                                                        |
|             | 伺服驱动的六色印刷开槽模切机较传统的齿轮传动设备噪声降低近 10%                                                             |
|             | 各单元独立驱动，可以仅开动部分印刷单元，暂停部分单元工作，降低能耗；耗能更小：以 7 色机配置为例，只用 5 个颜色节能 8%；只用 4 个颜色节能 11%；只用 3 个颜色节能 14% |

数据来源：招股书，国泰君安证券研究

### 5.3. 性能稳定、性价比高的优势

公司产品主要按照欧洲标准设计，高效、稳定的产品品质多年来得到了市场和科技部门的认可，以公司的代表产品 APSTAR HS（伺服驱动数控全自动高速多色纸箱印刷开槽模切成套设备）为例，其性能指标与国际一流厂商 Martin（法国）的同类产品基本相同。但是在产品价格上，公司仅为国外的 50% 左右。

表 6: 公司产品与法国同类产品比较

| 项目名称      | 公司 APSTAR HS1628 | 法国 “Martin” DRO162 8NT | 对比结果    |
|-----------|------------------|------------------------|---------|
| 标准送纸尺寸 mm | 1600*2800        | 1540*2890              | 参数基本接近  |
| 最小进纸尺寸 mm | 450*600          | 510*600                | 参数基本接近  |
| 最小纸板厚度 mm | 2.5~13           | 1.4~10                 | 高于国外水平  |
| 印刷套准精度 mm | ± 0.25           | ± 0.25                 | 与国外水平相同 |
| 送纸套准精度 mm | ± 1.0            | ± 1.0                  | 与国外水平相同 |
| 模切套准精度 mm | ± 0.50           | ± 0.50                 | 与国外水平相同 |
| 最多可配置单元   | 7                | 7                      | 与国外水平相同 |
| 最高工作速度    | 180 张/分钟         | 183 张/分钟               | 与国外水平相同 |

数据来源：招股书，国泰君安证券研究

### 5.4. 提供整体解决方案的优势

公司具备向客户提供瓦楞纸箱机械研发设计、精密制造、安装调试及技术服务等整体解决方案的能力。整体解决方案使得公司更具满足大型、高端客户需求的能力。随着下游行业集中度的提高，纸箱生产企业大型化、规模化发展，下游客户对成套设备的功能需求更加的多样化、复杂化，特别是高端客户，要求瓦楞纸箱印刷机械企业能够提供更专业的服务。

## 6. 募投项目分析：解决产能瓶颈，提升综合实力

本次公司共有四个募投项目，其中产能扩建项目一个，其余为研发中心、信息化建设、区域营销中心的建设，项目总募集资金约 4.3 亿元。项目建成后有助于缓解公司当前的产能压力，同时提升公司的综合实力。

**表 7: 公司募投项目情况**

| 募集资金使用项目         | 总投资-万元 | 拟用募投资金-万元 | 项目建设期 |
|------------------|--------|-----------|-------|
| 瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目 | 37100  | 37100     | 24 个月 |
| 研发中心建设项目         | 1400   | 1400      | 24 个月 |
| 信息化建设项目          | 1847   | 1847      | 24 个月 |
| 区域营销中心技术改造项目     | 2200   | 2200      | 24 个月 |

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

当前公司瓦楞纸箱印刷设备产能为 100 台, 已处于满负荷运行。瓦楞纸箱印刷机械及其成套设备项目建设完成后, 将新增产能 230 台, 将极大的环节公司当前的产能压力。

**表 8: 公司产能利用率**

| 年份     | 设计产能-台 | 产量-台 | 销量-台 | 产销率  |
|--------|--------|------|------|------|
| 2011H1 | 50     | 72   | 72   | 100% |
| 2010 年 | 100    | 105  | 108  | 103% |
| 2009 年 | 90     | 96   | 95   | 99%  |
| 2008 年 | 80     | 82   | 83   | 101% |

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

该项目建设期为两年, 公司预计将在第五年 (含建设期) 达产, 达产后将新增收入 5.98 亿元, 新增净利润 1.02 亿元。

**表 9: 扩产项目产能释放情况**

| 产品    | 第 1 年 | 第 2 年 | 第 3 年 | 第 4 年 | 第 5 年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国内收入  | —     | 9800  | 18000 | 27000 | 37600 |
| 国外是后入 | —     | 5800  | 10600 | 15900 | 22200 |
| 合计    | —     | 15600 | 28600 | 42900 | 59800 |
| 达产率   | —     | 26%   | 48%   | 72%   | 100%  |

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

## 7. 盈利预测与投资建议

预计 2011~2013 年公司收入分别为 3.77、5.24 和 7.30 元, 同比分别增长 38.6%、39.0%和 39.3%。净利润分别为 7200、1100、1450 万元, 同比分别增长 68.4%、52.7%和 31.5%。对应 EPS 分别为 0.53、0.81 和 1.07 元。

A 股中从事印刷设备的主要有长荣股份、松德股份两家企业, 2011 平均市盈率为 29.2 倍。同时, 当前整个机械设备板块平均市盈率为 24.5 倍。根据整个市场、可比公司估值情况, 以及公司自身的发展状况, 建议询价区间 (11.7,13.3) 元, 相当于 2011 年 22~25 倍 PE, 预计上市首日价格区间在 14.8~17.0 元, 对应 2011 年 28~32 倍 PE。

表 10: 可比公司估值情况

|      | 股价    | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 10PE | 11PE | 12PE |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 松德股份 | 14.53 | 0.45  | 0.55  | 0.79  | 32.5 | 26.3 | 18.3 |
| 长荣股份 | 46.48 | 0.80  | 1.45  | 1.93  | 58.1 | 32.1 | 24.0 |
| 平均   |       |       |       |       | 45.3 | 29.2 | 21.2 |

数据来源: 招股书, 国泰君安证券研究

## 8. 风险提示

公司出口占收入比例约 40%, 如果海外经济、人民币汇率出现大的波动, 将对公司利润产生较大影响; 原材料、劳动力成本大幅上涨。

**作者简介:****吕娟:**

执业资格证书编号: S0880511010047

电话: 021-38676139

邮箱: lvjuan@gtjas.com

河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

**王帆:**

执业资格证书编号: S0880511040001

电话: 021-38674747

邮箱: wangfan009494@gtjas.com

英国纽卡斯尔大学国际金融分析专业硕士。2010 年 11 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |